

# Gondolatok a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatáról

RÁCZ TAMÁS ATTILA

## Bevezetés

Az 1990-es években egyre több közgazdász kezdett el foglalkozni a pénzügyek és a gazdasági növekedés kapcsolatával. A 2007–2008-as pénzügyi válságnak köszönhetően pedig ma már rendkívüli érdeklődés övezi ezt a témát. Számátalan empirikus tanulmány jelent meg, melyek globális és lokális szinten egyaránt próbálták megragadni a két tényező között fennálló kapcsolat dinamikáját. Azonban ezek a vizsgálatok többnyire különböző matematikai és statisztikai módszerek alapján felállított modellekben merültek ki, míg a téma mögött meghúzódó sokszínű és jelentős múlttal rendelkező elméleteket csak felszínesen érintették. Jelen tanulmányban a pénzügyi rendszer és a növekedés kapcsolatának elméleti hátterét kísérelem meg feltárni a 19. század végétől egészen az ezredfordulóig. Ennek során egyrészt gazdaságpolitikai aspektusból, másrészt a főáramú növekedési modellek szempontjából is elemzem, hogy a szakma milyen szerepet tulajdonított a pénzügyeknek az egyes korszakokban.

## Pénzügyek szerepe a klasszikus gondolkodásban

A pénzügyi közvetítőrendszer és a gazdasági növekedés kapcsolatával elsőként foglalkozó műnek a szakirodalmak többsége Schumpeter 1912-ben megjelent könyvét, *A gazdasági fejlődés elméletét* tartják számon. Azonban néhányan úgy gondolják, hogy a témához köthető első gondolatok már Bagehot 1873-ban megjelent *Lombard Street: Az angol pénzpiac leírása* című művében is megjelentek.

Bagehot (1873) elsőként próbálkozott meg az angol pénzpiac mindenki számára, köznyelven is érthető leírásával. Ennek során átfogóan foglalkozott a bankrendszer és a gazdaság kapcsolatával, a hitelezés növekedésre gyakorolt hatásaival, a bankpánikokkal, illetve ehhez kötődően a jegybanki intervenciókkal és a kötelező tartalékráták optimális szintjének meghatározásával. Ebből is jól látható, hogy nem osztotta a piacok tökéletes működéséről alkotott, a korban domináns, klasszikus közgazdaságtan nézeteit. Ehhez nagymértékben hozzájárult, hogy a legtöbb, jóformám kizárólag elméletekre építő kortársával ellentétben Bagehot a sommersetshire-i bank alelnökeként elsősorban gyakorlati oldalról közelítette meg a problémákat. Többek között ennek is köszönhető, hogy kortársait megelőzve elsőként szakított a mennyiségi megközelítéssel, ugyanis a tőkefelhalmozással ellentétben a pénz forgatásában, a likviditásban látta meg a gazdasági növekedés gyökerét. Úgy gondolta, hogy a fejlődés egyik legfontosabb hátráltató tényezője az, hogy a tőke a kevésbé produktív vállalatoktól a nyereségesebb iparágakba történő áramlása egy alapvetően lassú folyamat. Éppen ezért Anglia fejlődésének az egyik legfőbb katalizátorának a kifejlett bankrendszerét tartotta, mely képes volt ezt az áramlást

folyamatot felgyorsítani.<sup>1</sup> Ahogy könyvének bevezetőjében fogalmaz, mikor a korabeli Angliát Franciaországgal hasonlítja össze, ahol a pénzügyi rendszer iránti bizalmatlanságnak köszönhetően az emberek többsége legfeljebb államkötvényekbe volt hajlandó befektetni: *„Az összegyűjtött pénz egyéb célra haszontalan s olyan volt, mint a fölhalmozva nem is lett volna. Az angol azonban kölcsön vehető pénz. A mi embereink pénzeik forgatásában merészebbek bármily más szárazföldi nemzetnél, s még ha nem volnának is azok, azon egyszerű tény, hogy pénzők bankban van letéve, azt sokkal könnyebben megszerezhetővé teszi.”*<sup>2</sup>

Később, a 19. század második felétől kibontakozó neoklasszikus közgazdaságtan idején, melyben a gazdasági fejlődés alapja a reálgazdaságban keresendő, ahol a piacok tökéletesen működnek, az egyensúlyi növekedés pedig egy előre determinált folyamat, háttérbe szorultak az olyan gondolatok, melyek a pénzügyi rendszerre a gazdasági növekedés egyik alappilléreként tekintettek. Azonban Schumpeter (1912) a főáramú nézőpontokkal szakítva úgy gondolta, hogy a piacon valójában tökéletlenségek figyelhetők meg, a gazdasági növekedést pedig egyfajta ciklikusság jellemzi. Ezek a ciklusok különböző innovációknak köszönhetően jönnek létre, melyek hosszabb távon egy magasabb szinten meghatározott egyensúlyi növekedést eredményeznek. Az innovációkat pedig a vállalkozók hozzák létre, a termelési tényezők valamilyen újfajta kombinációja lévén. Mivel ezeket a vállalkozásokat jelentős bizonytalanság és tőkeszükséglet jellemzi, az egyéni befektetők számára túl nagy kockázatot és költséget jelentene a finanszírozásuk. Éppen ezért a bankok feladata az, hogy a társadalom megbízásából értékeljék a vállalkozókat és kiválasszák azokat, melyeknek érdemes hitelezni. Tehát, Schumpeter kontextusában a gazdasági növekedés együtt jár a közvetítés mélyülésével, hiszen a bankok aktív részvétele nélkül nem jöhetnének létre az innovációk, így nem valósulhatna meg a gazdasági fejlődés sem.<sup>3</sup>

## **Pénzügyi rendszer a keynesi növekedésméletben**

Mielőtt Schumpeter elméletére szélesebb körben is felfigyelhettek volna, a világháború, majd az azt követő 1929–33-as világválság gyökereiben változtatta meg a gazdaság működéséről alkotott képet. Előtérbe került az állami beavatkozások szerepe, ami a pénzügyi rendszerek működésére is kiterjedt. Később, a második világháborút követően kibontakozó pénzügyi repressziós gazdaságpolitika pedig szinte teljesen mértékben háttérbe szorította a pénzügyi intézményeket.

---

<sup>1</sup> BAGEHOT 1873.

<sup>2</sup> BERNÁT 1882, 4.

<sup>3</sup> SCHUMPETER 1980.

## Keynes növekedésmélete

Keynes (1936) fő művének, *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elméletének* megjelenésétől kijelenthetjük, hogy a klasszikus nézeteket háttérbe szorítva egy olyan elmélet jött létre, mely a pénzügyi intézményekre a gazdaságpolitika egyik eszközeként tekintett. A keynesi növekedésmélet fókuszába a korábbi hosszú távú szemlélet helyett egy rövid távú, aggregált keresletekre épülő modell lépett, ahol ezt elsősorban megfelelő fiskális intervenciókkal, az adópolitikai optimalizálásával és a kamatlábak szabályozásával lehet befolyásolni. A pénzügyi rendszer működését egyrészt az állami szabályozások közvetlen módon korlátozták (elsősorban a magasabb tartalékráták előírásán keresztül), másrészt a kamatlábak önkényes változtatásával közvetett módon is hatottak rá. Keynes elmélete szerint a beruházási kedv növelése, ezáltal a teljes gazdaság élénkítése alacsony kamatkörnyezet segítségével érhető el, míg ha a gazdaság növekedésének lassítására van szükség, akkor növelni kell az általános kamatszínvonalat.<sup>4</sup> Ezeknek az intézkedések a legnagyobb veszélye, azon kívül, hogy korlátozták a pénzügyi közvetítők mozgásterét, az úgynevezett *likviditási csapda* volt. Ennek a lényege, hogy ha a kormány a gazdaság élénkítése érdekében rendkívül alacsonyan határozza meg a kamatokat, akkor radikálisan megnövekedik a készpénzkereslet, ami jelentős mértékben csökkenti a megtakarítások különböző pénzügyi eszközökbe történő allokációját, ezáltal pedig zsugorodni kezd a teljes pénzügyi rendszer.<sup>5</sup> Ebben a kontextusban a gazdasági növekedés szempontjából a fiskális beavatkozások a meghatározóak, a pénzügyi rendszer pedig csak eszközként szolgál arra, hogy az aktuális gazdaságpolitikai célok függvényében a kamatláb szabályozásával irányítani lehessen a növekedés pályáját. Érdemes megjegyezni, hogy Keynesnek a közvetítés struktúrájáról is megvolt a maga véleménye. A tőkepiacot ugyanis különösképpen megvetette, mivel szerinte az túl sok spekulatív ügyletet generál, aminek a gazdaságra nézve káros és destabilizáló hatása van.<sup>6</sup>

## Korai neoklasszikus növekedésméletek

A teljesség kedvéért meg kell említeni, hogy habár Solow és Swan munkásságának köszönhetően az 1950-es évek derekán megjelent a keynesi modell legnagyobb vetélytársa, a neoklasszikus növekedésmélet, ennek korai formája még egyáltalán nem foglalkozott a pénzügyi rendszerrel. Ennek egyik oka, hogy a neoklasszikusok feltételezései szerint a piacok tökéletesen működnek. A másik, hogy ebben a modellben az gazdaságok hosszú távú, egyensúlyi növekedési pályát írnak le, melyet elsősorban olyan külső tényezők determinálnak, mint a technológiai színvonal, illetve az emberi és fizikai

---

<sup>4</sup> KEYNES 1936.

<sup>5</sup> HORVÁTH – SZINI 2015.

<sup>6</sup> ANG 2008.

tőkefelhalmozás. A felhalmozást a megtakarítási ráta befolyásolja, ami a fogyasztók döntéseinek a következménye, a munkaerő termelékenységét pedig a technológia, mely exogén változóként áll rendelkezésre. A pénzügyi rendszert ugyan a gazdaság szerves részének tekintették, nem tulajdonítanak neki releváns szerepet.<sup>7</sup> Sőt, Robinson (1952) elmélete szerint a pénzügyi rendszer gazdasági növekedéshez fűződő kapcsolata éppen fordított, mivel szerinte a vállalati szféra fejlődik, a pénzügyi szféra pedig csak követ. Ebben a kontextusban tehát a reálgazdaság fejlődése az elsődleges folyamat, ami keresletet támaszt, és ez ösztönzi a pénzügyi rendszer fejlődését is.<sup>8</sup>

### *A pénzügyi represszió térhódítása*

A II. világháborút követően tovább erősödött a keynesi, állami intervenciókra épülő gazdaságpolitika. A pénzügyek terén pedig elsősorban azért is vált egyre fontosabbá a pénzügyek szabályozása, mert számos országban ennek a segítségével próbálták meg mérsékelni a háború alatt felhalmozott államadósságokat. A *pénzügyi represszióként* is nevezett gazdaságpolitika, melyet Giovaninni és Melo átfogóan a nemzetközi tőkeáramlás korlátozásának és a belföldi kamatlábak leszorításának kombinációjaként definiált, alapvetően három csatornán keresztül igyekezett ezt a célt elérni. Egyrészt közvetlenül, a pénzügyi intézmények számára magas tartalékrátákat írtak elő és gyakran azt is meghatározták, hogy a portfóliójukban mekkora arányban kell államkötvényt tartaniuk. Másrészt közvetetten, a kamatlábak mesterségesen alacsony szinten tartásával próbálták a megtakarításokat az államkötvény vásárlások felé terelni. Harmadrészt, ezek az intézkedések gyakran társultak különböző irányított hitelezési programokkal, melyek jelentős mértékben befolyásolták például a bankok hitelezési dinamikáját. A pénzügyi represszió lényege tehát, hogy a liberalizált tőkeáramlást háttérbe szorítva sikerüljön reorganizálni a belföldi gazdaságot azáltal, hogy az államadósság nagy része a pénzügyi rendszerre és a lakosságra kerül áthárításra.<sup>9</sup> Egyes fejlett országokban ez az elképzelés sikeresen is működött. Például Nagy Britanniában, ahol a GDP arányos államadósság 1945-ben még 216 százalékos szinten volt, 1955-re 138 százalékra csökkent, vagy Olaszországban, ahol ugyanebben a periódusban a 79 százalékról 38 százalékra sikerült az államadósságot mérsékelni. Azonban a legtöbb, főleg fejlődő országban erőteljesebbek voltak a pénzügyi represszió negatív hatásai, melyek elsősorban a külföldi beruházások alacsony volumenén és a csökkenő lakossági megtakarításokon keresztül érvényesültek.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> LIGETI 2002.

<sup>8</sup> ROBINSON 1956.

<sup>9</sup> GIOVANINNI – MELO 1993.

<sup>10</sup> REINHART – ROGOFF 2011.

## Pénzügyek beépülése a neoklasszikus növekedésméletbe

A keynesi gazdaságpolitikába vetett megrendíthetetlen hitnek köszönhetően, habár jelentős kritikák érték a pénzügyi repressziót és annak gazdasági növekedésre gyakorolt lehetséges negatív hatásait, egészen az 1973-as olajválságig kellett várni, mire hangot találtak az olyan elméletek, melyek érdemben képesek voltak változtatni a szakma főáramú nézetein.

### *A represszió gazdaságtörténeti kritikái*

Érdemes megemlíteni Goldsmith és Hicks nevét, akik gazdaságtörténeti aspektusból elsőként kérdőjelezték meg a pénzügyi rendszerek elnyomásának szükségességét. Hicks (1969) *A theory of economic history* című művében fejti ki, hogy az ipari forradalom kezdetének, ezzel pedig Anglia felemelkedésének a forrása a fejlett pénzügyi rendszere volt (ahogy ezt korábban már Bagehot is leírta). Azzal érvel, hogy közvetlenül az ipari forradalom előtti időkben nem beszélhetünk technikai innovációkról, hiszen az akkor elterjedt újítások, mint például a gyártósorok, már korábban is léteztek. Csupán hiányzott a tőke koncentrálásának és a kockázatmegosztásnak az a formája, ami biztosította volna, hogy olyan beruházások jöjjenek létre, melyek elősegítik ezeknek a széles körű elterjedését. Ezt csak a részvénytársasági forma tudta megteremteni, ami elsőként a korban legfejlettebb, Angol pénzpiacon jelent meg. Emellett ez a kiterjedt és liberalizált pénzügyi rendszer Anglia későbbi hadviselésének és gyarmatosításának a finanszírozását is biztosította. Ezzel szemben, véleménye szerint Franciaország növekedési üteme azért maradt el Anglia növekedéséhez képest, mert a napóleoni háborúk lezárását követően ugyan stabilizálták az állam pénzügyeit, a túlzott állami ellenőrzés és a korlátozások akadályozták a bankok és a tőkepiac fejlődését, ami elodázta az ország ipari forradalomba történő bekapcsolódását. Ehhez hasonló ellentétes példaként hozza fel Németországot is, ahol a szétzilált, tartományi megosztottság nehezítette a pénzügyi rendszer stabilizálását, ami nagyban hozzájárult ahhoz, hogy itt is csak később indulhatott meg a gazdasági növekedés.<sup>11</sup> Vele párhuzamos Goldsmith (1969) pedig strukturális szempontból a *Financial structure and development* című művében az országok gazdasági fejlődését és az ezzel egy időben bekövetkező pénzügyi, strukturális változásait követte nyomon. Véleménye szerint a bankrendszer gazdasági növekedéshez való hozzájárulása az erőteljesebb, a tőkepiac pedig csak egy bizonyos gazdasági fejlettségi szint elérését követően tud hatni a további növekedésre. Ő is példaként hozza fel Angliát, ahol a tőkepiac domináns szerepét hasonló érveléssel támasztja alá, mint Hicks a pénzügyi rendszer gazdasági növekedéshez való hozzájárulását. Miszerint hiányzott a tőke koncentrálásának és a kockázatmegosztásnak az a formája, amely lehetővé tette volna az ipari beruházások elindítását. Szerinte éppen ezért figyelhető meg, hogy azok a felzárkózó államok, melyek később csatlakoztak az ipari forradalomhoz nagyobb

---

<sup>11</sup> HICKS 1969.

arányban támaszkodtak a bankrendszerre, mint a tőkepiacra. Tehát, véleménye szerint a tőkepiacon könnyebb a nagyobb tőkeigényű, kockázatosabb vállalkozásokat végrehajtani és ezáltal a gazdasági előnyre szert tenni. A bankrendszer segítségével pedig könnyebben megvalósítható a felzárkózás folyamata, mivel a bankokon keresztül gyorsabban lehet átirányítani a tőkét olyan beruházásokba, melyek más országokban már bizonyítottan produktívak voltak.<sup>12</sup>

### *Pénzügyi liberalizációs modell megjelenése*

Az első olyan áttörést, mely valóban megváltoztatta a főáram gondolkodási irányát McKinnon és Shaw 1973-ban kidolgozott liberalizációs modelljei érték el. Rávilágítottak arra, hogy a pénzügyi represszió eszközei *dualizálják* a fejlődő országok gazdaságait, méghozzá kettős értelemben. Az alacsonyabb kamatlábak mellett csökken a megtakarítási hajlandóság, ez pedig a beruházások visszaesését eredményezi. Ez a hatás különösen az induló vállalkozásokat érinti érzékenyen, melyek a befektetők számára magasabb kockázatot jelentenek, éppen ezért a befektetők csak rendkívül magas hozamígértet mellett lennének hajlandóak ezekbe beruházni. De nem csak az induló fázisban lévő vállalatok kerülnek ezáltal hátrányba. Az adósság csökkentésére irányuló adópolitikának és az irányított hitelezéseknek köszönhetően, míg a kormány által preferált vállalatok tőkeintenzív, hosszú távú beruházásokba tudnak kezdeni, addig a kevésbé preferált iparágakban tevékenykedő vállalkozások is kénytelenek rövidtávon, magas hozamígértetek mellett a pénzpiacra lépni ahhoz, hogy egyáltalán befektetőket találjanak. Ilyen helyzetben eltűnik a gazdaságból a kamatok által biztosított automatikus piactisztítási effektus, ami átirányítaná a tőkét a hosszabb távon kevésbé eredményes vállalatoktól a jövedelmezőbb beruházások felé. Ez pedig egyfajta finanszírozási szakadékot hoz létre az kis- és nagyvállalatok, illetve az államilag támogatott és nem támogatott vállalatok között egyaránt.<sup>13</sup> A dualizációs hatás két okból is erőteljesebben érinti a fejlődő gazdaságokat. Egyrészt, mivel ezekben az országokban a kisvállalatok jóval nagyobb súlyt képviselnek a gazdaság működésében. Másrészt, mivel a második világháborút követően a biztonságos, jövedelmezőbb vállalkozások többnyire csak hagyományos ipari termékeket állítottak elő, az állami támogatásokból és irányított hitelekkel származó tőke hosszútávon „bennragadt” ezekben a nagyvállalatokban, melyek a technológia fejlődésével és a kor előrehaladtával egyre elavultabbá és improduktívabbá váltak. Ezt a problémát jól szemléltette Mexikó és Argentína világháborút követő gazdaságpolitikája, mely (egyéb árfolyam és fizetési mérleg problémák mellett) a '80-as években gazdasági válsághoz vezetett. A szerzők ezt az állapotot a „*Feast and Famine*”, azaz a bőség és éhínség problémájának nevezték, utalva arra, hogy ebben az esetben nem lehet mennyiségi aspektusból tőkehiányról beszélni, sokkal inkább

---

<sup>12</sup> GOLDSMITH 1969.

<sup>13</sup> SHAW 1973.

minőségi probléma áll fent, ahol a tőkeáramlás hatékonysága sérül. Mindezekből arra a következtetésre jutottak, hogy liberalizált pénzügyi rendszerekre van szükség, hiszen ekkor a piaci kamatok szabad mozgásának köszönhetően hatékony tőkeáramlás fog megvalósulni.<sup>14</sup>

McKinnon és Shaw egyaránt kidolgozták saját pénzügyi liberalizációs modelljüket. A kettő közötti különbség csupán a megközelítési módban volt. Míg McKinnon a betéti kamatlábak és a beruházások mértéke közötti kapcsolatra koncentrált, addig Shaw a hitelkamatlábak és a hitelezés dinamikájából indult ki. Úgy is lehet fogalmazni, hogy a strukturális megközelítésük volt eltérő. Azonban mind a ketten arra a következtetésre jutottak, hogy liberalizált pénzügyi rendszer mellett a magasabb kamatlábak ösztönzik a megtakarításokat és ezen keresztül hozzájárulnak a gazdaság növekedéséhez.<sup>15</sup>

Később Ostry és Reinhart a háztartások szempontjából is rámutattak arra, hogy a pénzügyi represszió negatív hatásai fokozottan érvényesültek a fejlődő országokban. Ennek az az alapja, hogy egy gazdaságban minél jobban közelít a háztartások jövedelme az alapvető megélhetéshez szükséges kiadások szintjéhez, tehát minél nehezebb egyáltalán megtakarítani, annál kevésbé fognak reagálni a kamatváltozásokra. Ezért a pénzügyi represszió eszközeit csak azokban az országokban lehetett sikeresen alkalmazni, ahol a háztartások jövedelme elért egy olyan szintet, ami felett már érdemes volt a megtakarításokat átcsoportosítani. A fejlődő országokban ezek a lépések inkább csak azt eredményezték, hogy az alacsony kamatszínvonal elrettentette a külföldi beruházókat, a magasabb adók pedig csak mérsékeltek a fogyasztást, de érdemben nem tudtak hozzájárulni az államadósság enyhüléséhez.<sup>16</sup> Emellett Diaz-Alejandro a latin- és közép-amerikai országok gazdaságait vizsgálva megállapította, hogy a progresszív gazdaságpolitika koncentrált, akár monopolisztikus bankrendszert is eredményezhet, ami tovább rombolja a tőkeáramlás hatékonyságát. Ennek legjobb példája El Salvador vagy Costa Rica esete, ahol monopolisztikus bankrendszer miatt a legtöbb iparág felé történő hitelezés szinte teljesen befagyott, ezért később a kormány a teljes bankrendszer államosítása mellett döntött.<sup>17</sup>

## **A pénzügyi liberalizáció (avagy a másik véglet) kritikái**

Az olajválságok és az ezzel járó stagfláció hatására egyre több ország hagyott fel a pénzügyek terén alkalmazott szabályozásokkal és a kamatlábak mesterséges manipulálásával. A pénzügyi liberalizáció megléte a legtöbb közgazdász számára a gazdasági növekedés egyik elengedhetetlen alappillérvé vált, illetve McKinnon és Shaw munkásságának köszönhetően a piaci kamatlábak beépültek a neoklasszikus modellekbe. Később az 1989-es washingtoni konszenzus pedig

---

<sup>14</sup> GEMECH – STRUTHERS 2003.

<sup>15</sup> ANG 2008.

<sup>16</sup> OSTRY – REINHART 1992.

<sup>17</sup> DIAZ-ALEJANDRO 1985.

véglegesen eltörölte a pénzügyi represszió intézményi keretrendszerét és kialakult egy olyan főáramú gondolkodás, mely csak annyiban maradt hasonló a korábbihoz képest, hogy érdemben nem foglalkozott a vele szemben megfogalmazott kritikákkal.

### *A pénzügyi instabilitás hipotézise*

A post-keynesiánusok ugyan visszafogottabb formában, de a válság ellenére is hangoztatták, hogy a pénzügyek terén továbbra is szükség van az állami kontrollra. Ennek egyik jeles képviselője Minsky (1978), akinek *pénzügyi instabilitási hipotézise* csak az elmúlt évtizedben, a 2007–2008-as válságot követően kezdett el nagyobb népszerűsége szert tenni. Az elmélet lényege, hogy a gazdasági fellendülések során a pénzügyi rendszerek egyfajta természetes velejárója, hogy miközben növekednek és egyre nagyobb szerepet töltenek be a gazdaságban, egyre sérülékenyebbé is válnak. Ez egyrészt azzal magyarázható, hogy a különböző pénzügyi intézmények szorosan összekapcsolódnak egymással, ezért ha egy banknál fizetési problémák állnak fent és nem tudja az adósságát törleszteni egy másik bank felé, akkor automatikusan megnő annak a valószínűsége, hogy a másik bank sem lesz képes egy harmadik bank számára törleszteni. A másik oka a fokozódó instabilitásnak, hogy a válságoktól mentes időszakokban a gazdasági szereplők kockázati étvágya folyamatosan növekszik. Ezért van szükség, Minsky fogalmaival élve egy „nagy kormányra” (*Big Government*) és egy „nagy bankra” (*Big Bank*), melyek csak együttesen képesek stabilizálni a gazdaságot. A kormány elsődleges feladata, hogy fiskális intervenciókkal mérsékelje a fluktuációkat, tehát recesszió idején pótolja a jövedelem kieséseket és beruházásokkal fenntartsa a termelést.<sup>18</sup> Azonban önmagában nem képes stabilizálni a gazdaságot. Szükség van egy nagy és erős központi bankra is, mely nem csak pénzügyi, mérleg értelemben erős, tehát nem csak, mint végső hitelező jelenik meg a piacon. Ez azért is fontos, mert már Minsky is felismerte az erkölcsi kockázat problematikáját, azaz annak a veszélyét, hogyha a kereskedelmi bankok arra számítanak, hogy a központi bank mindig kimenti őket válságok idején, az tovább fokozza az instabilitást. Éppen ezért szükséges jogosítványokkal is kell rendelkeznie ahhoz, hogy kikényszerítse a pénzügyi intézményektől a tartalékok képzését és a prudens működést.<sup>19</sup>

### *Strukturalista megközelítések*

Ugyan Goldsmith (1969) történeti aspektusból már korábban is vizsgálta a tőkepiac és a bankrendszer növekedésre gyakorolt hatását, a liberalizációnak köszönhetően a teljes pénzügyi rendszer és azon belül is leginkább a tőkepiac dinamikus fejlődésbe kezdett, ami újból felszínre hozta a pénzügyek strukturális vizsgálatát. Ez elsőként az új-strukturalistáknál jelent meg, mint Wijnbergen

---

<sup>18</sup> MINSKY 1978.

<sup>19</sup> TSE 2001.



vagy Buffie (1984) akik a formális és informális tőkeáramlás kapcsolatát vizsgálták.<sup>20</sup> Elméletük szerint McKinnon és Shaw liberalizációs növekedési modellje azért nem működhet megfelelően, mert az állami szabályozások csak a formális közvetítőkre vannak jelentős hatással. Azonban a tőke más utakon ugyanolyan hatékonyan képes a megtakarítóktól a beruházások felé áramlani. A fejlődő országokban, ahol a pénzügyi recesszió már hosszabb ideje fent állt, automatikusan megnőtt a szerepe az informális tőkeáramlásoknak, mint a magánhiteleknek, magánbefektetéseknek, vagy egyéb tőzsdén kívüli ügyleteknek, melyek legalább olyan hatékonysággal eltudták látni a közvetítést, mint a formális intézmények. Ezért a liberalizáció során, a betéti kamatlábak viszonylag gyors emelkedésével lényegében csak annyi történt, hogy a megtakarítók a likviditásaik egy részét bankbetétekre konvertálták át, annak érdekében, hogy átmenetileg magasabb hozamokra tegyenek szert. Ez rövidtávon ugyan csökkentette a hitelkínálatot, de hosszabb távon, ahogy a bankrendszer fokozatosan liberalizálódott úgy növekedett a hitelezési aktivitása, ezáltal újra visszaállt az egyensúly. Tehát, a formális pénzügyi rendszer mérete, vagy annak szabályozottsága hosszú távon nincsen hatással a gazdaság növekedésére, mert a tőke más csatornákon keresztül képes legalább ugyanolyan hatékonyan áramolni.<sup>21</sup> Ezt az elméletet alátámasztotta az is, hogy a '80-as években számos OECD ország próbált pénzügyi reformokat végrehajtani, melyektől a megtakarítások és a beruházások jelentős bővülésére számítottak, azonban ezek nem következtek be. Bodman szerint, még ha a megtakarítások valóban növekedtek a pénzügyi deregulációkat követően, elhanyagolhatóan kevés bizonyíték áll rendelkezésre a hatás igazolására.<sup>22</sup> Ezt nézetet mások nem igazán osztották. Az új-strukturalistákat érő legfőbb kritika az volt, hogy az informális tőkeáramlás a valóságban sosem lehet olyan hatékony, mint a formális. Ezt többek között azzal is alátámasztható, hogy az informális ügyletek egyes fajtái teret adnak a korrupciónak és a feketegazdaságnak, mely egy túlszabályozott pénzügyi rendszerben fokozottan jelentkezik.

Később sokkal inkább a bankrendszer és a tőkepiac komparatív előnyeinek a vizsgálatára terelődött át a hangsúly. A korai vizsgálatok egy része a bank elsődleges szerepét hangsúlyozta, mely a vállalatok ellenőrzésével, a likviditási kockázatok kezelésével, és a megtakarítások méretgazdaságos mobilizálásával járul hozzá a gazdaság növekedéséhez. Míg mások a piaci finanszírozást részesítették előnyben, melyet a tőkepiacon kialakuló transzparens árak, a hatékonyabb kockázatkezelés, és a mindenki számára elérhető, likvidebb piac érveivel támasztottak alá.<sup>23</sup> Az 1990-es évek második felében pedig megjelent a pénzügyi szolgáltatás, illetve jogi és finanszírozási nézet. A pénzügyi szolgáltatás nézet Merton (1995) nevéhez köthető, mely összekapcsolva a banki és piaci nézeteket, a két közvetítés dominanciájával ellentétben a közöttük

---

<sup>20</sup> BUFFIE 1984.

<sup>21</sup> ANG 2008.

<sup>22</sup> BODMAN 1995.

<sup>23</sup> ISÉPY 2007.

fennálló szimbiózisra koncentrál. Ebben a megközelítésben az a kérdés, hogy a két rendszer milyen viszonya szolgálja legjobban a növekedést.<sup>24</sup> Míg a La porta és szerzőtársainak (1998) tanulmányában megjelent jogi és finanszírozási nézet a pénzügyi rendszerekre, mint szerződések egyfajta összességéként tekint. Ebben a megközelítésben a jogrendszer előre determinálja, hogy a bankoknak és a piacoknak hogyan kell hatékonyan működni, tehát a struktúra csak alkalmazkodik a szabályozási környezethez.<sup>25</sup>

### *Pénzügyek és az újgenerációs válságok*

A pénzügyi liberalizációs modell (illetve az általános neoklasszikus elméletek) kritikái az 1990-as években kezdtek el szélesebb körű támogatásra lelteni. A Közép és Dél-Amerikában, illetve Ázsiában megjelenő úgynevezett harmadik generációs válságokat, vagy a posztszocialista országokban jelentkező tranzíciós válságokat a főáramú modellekkel már nem lehetett megmagyarázni. Calvo és Mendoza (1993) azzal érveltek, hogy az intézményrendszerek fejlődése nem tudta maradéktalanul lekövetni az egyes országok reálgazdaságainak nagyütemű növekedését és globalizációját. A deregularizáció viszonylag hamar végbement, ezért a nemzetközi tőkeáramlások megindultak, a pénzügyi szektor pedig dinamikusabban növekedett. Azonban a pénzügyi intézmények ellenőrzését ellátó szervek, a reformok elmaradása miatt nem tudtak kellő ütemben fejlődni, képtelenek voltak a folyamatosan bővülő pénzügyi rendszer kockázatait csökkenteni.<sup>26</sup> Demetriades és Hussein (1996) szerint a rendszerváltozáson keresztülment országok esetében is hasonló folyamatok zajlottak le. Véleményük szerint az állami szabályozás és a korlátozó gazdaságpolitika hosszabb távon akár eredményesebb is lehet, abban az esetben, ha ezzel sikerül mérsékelni a rendszerváltozás okozta negatív sokkok hatásait.<sup>27</sup> Érdekesség, hogy 1989-ben még a Világbank is azt tanácsolta a posztszocialista országok számára, hogy a pénzügyi közvetítőrendszerek mihamarabbi liberalizációja és fejlesztése legyen a gazdasági növekedés egyik sarokpontja. Ezzel szemben 1993-ben már azzal érveltek, hogy ezen a területen bizonyos esetekben szükséges és célravezető az állami beavatkozás.<sup>28</sup> Hasonló álláspontot képviselt Stiglitz (1985) is, aki szerint a fejlődő gazdaságok számára kifejezetten káros a rövidtávon végbemenő tőkeliberalizáció, mivel strukturális reformok nélkül ez tovább mélyítheti a gazdaságban gyökerező, felszín alatti problémákat.<sup>29</sup>

---

<sup>24</sup> MERTON 1995.

<sup>25</sup> LA PORTA et al. 1998.

<sup>26</sup> CALVO – MENDOZA 1993.

<sup>27</sup> DEMETRIADES – HUSSEIN 1996.

<sup>28</sup> SHAN et al. 2001.

<sup>29</sup> STIGLITZ 1985.

## Pénzügyek szerepe az alternatív növekedésméletekben

Megfigyelve a korábban leírt növekedési elméleteket és a pénzügyek kapcsolatát megállapítható, hogy a pénzügyi rendszerek fejlettségének, méretének, vagy struktúrájának gazdasági növekedésre gyakorolt közvetlen hatása utójára csak Schumpeternél jelent meg. A keynesi vagy a neoklasszikus szintézisen alapuló McKinnon – Shaw modellnél is csak közvetett módon, a kamatlábakon keresztül befolyásolta a növekedést. A gazdasági növekedés szempontjából az alapvető kérdést egészen az 1980-as évekig a pénzügyi rendszer szabályozottságának foka jelentette. Az 1990-es éveket követően kezdtek el napvilágot látni olyan elméletek, ahol a pénzügyi közvetítés paraméterei már közvetlenül is szerepet játszanak a gazdasági növekedésben. Érdekes módon, az új elméletek elsősorban nem a válságok miatt jöttek létre. A szemléletmód váltás legfőbb oka az volt, hogy a főáramú modellek sok esetben nem tudták alátámasztani az empirikus tapasztalatokat.

### *A konvergencia hipotézis*

A 20. század végén a neoklasszikus modelleket érő legerősebb kritika az úgynevezett konvergencia hipotézis ellen szólt. A konvergencia hipotézis értelmében az egyes országok minden esetben a saját egyensúlyi növekedési pályáikhoz tartanak, hosszú távon pedig eltűnnek a jövedelmi különbségek azon országok között, melyek hasonló paraméterekkel rendelkeznek, vagyis egyfajta feltételes konvergencia valósul meg. (Az elmélet szempontjából releváns paraméterek alatt itt elsősorban a termelési függvényt, a megtakarítási rátát, és a kibocsátás/tőke arányt kell érteni.) Az elméletet azonban egyre kevésbé lehetett empirikus úton alátámasztani és leginkább a fejlődő országoknál jelentkeztek nagymértékű eltérések. Elméletileg, ha egy gazdaságban a tőkeállomány az egyensúlyi egyenletben meghatározott szint alá esik, akkor a gazdaság gyorsabban fog növekedni egészen addig, amíg fel nem zárkózik a többi országhoz. Ez azzal magyarázható, hogy a termelési függvénynek a munkaerő és a tőke egymást (tökéletesen) helyettesítő tényezői. Ebből következik, hogyha a tőkeállomány az egyensúlyi szint alá esik, akkor a tőke jövedelmezősége magasabb lesz, ezért a gazdagabb országokból automatikusan átáramlik a tőke, így idővel eltűnnek a tőkeellátottságbeli különbségek és újra beáll az egyensúly. Tehát, azok a gazdaságok, melyek hasonló paraméterekkel rendelkeznek, de relatív fejletlenebbek, szabad tőkeáramlást biztosító gazdaságpolitika mellett gyorsabban kell, hogy növekedjenek.<sup>30</sup>

A '80-as években az OECD-országokon végzett vizsgálatok úgy tűnt alátámasztják ezt a hipotézist, mivel Olaszország vagy Japán valóban felzárkózott a második világháborút követően. (Bár ezt sem sikerült teljes mértékben az elmélet segítségével bizonyítani, mivel a modell egyenletei alapján a gyorsabb növekedéshez magasabb reálkamatokra lett volna szükség, ami a

---

<sup>30</sup> NÉMETH 2017.

számítások alapján a japánok estében csak 500 százalékos reálkamatlábak mellett teljesült volna.) A szélesebb körben folytatott vizsgálatok pedig semmilyen ilyen jellegű összefüggést nem mutattak. Sőt, ennek éppen ellenkezőjét lehetett megfigyelni, vagyis az országok között a növekedés üteme a tőkeállománynak növekvő függvénye volt, tehát az egyensúlyi szintnél magasabb tőkével rendelkező országok fejlődtek gyorsabban.<sup>31</sup>

### *Endogén növekedésméletek*

A konvergencia hipotézis problémájának áthidalásával próbálkozott meg az endogén növekedésmélet, melynek alapötlete Romer (1986) nevéhez köthető, aki először vezette le a gazdasági növekedést a technikai fejlődés és a humántőke felhalmozás explicit modellezésével. A neoklasszikusokkal ellentétben a technikai haladásra már nem exogén változóként tekintett, hanem racionálisan viselkedő gazdasági szereplők tevékenységének az eredményeként. Ennek következtében a gazdaságok növekedési pályája már nem előre determinált, hanem endogén módon határozódik meg a paraméterek (elsősorban a technológia) függvényében.<sup>32</sup> Ennek a megközelítésnek két fontos következménye is van. Egyrészt, hogy legitimálja a gazdaságpolitikai döntések gazdasági növekedésre gyakorolt hatását. Hiszen, míg a neoklasszikusoknál, ha a gazdaság kibillen az egyensúlyi pályájáról, akkor nem szükséges beavatkoznia (nem is lenne rá képes), automatikus létrejön a konvergencia, addig ebben a modellben a gazdaságpolitikai döntések hatással lehetnek a növekedésre. Másrészt, hogy a korábbi elméletekhez képest a technológia most már endogén módon jelenik meg, ami közvetlenül befolyásolja a termelési függvényt. Az alapvető kérdés így az lesz, hogy milyen tényezők és hogyan hatnak a technológiára.<sup>33</sup>

A téma szempontjából azért is érdekes az endogén növekedési modell, mert a szakirodalmak túlnyomó többsége úgy gondolja, hogy ezek az elméletek elzárkóznak attól a gondolattól, hogy a pénzügyeknek bármilyen hatása is lenne a gazdaság növekedésére. Ennek elsősorban az lehet az oka, hogy az endogén növekedésmélet egyik legnagyobb alakja Lucas (1988), amikor kidolgozta a humán tőkére és a tudás felhalmozódásra épülő növekedési modelljét, mely napjainkban is az endogén modellek alapját képezi, kihangsúlyozta, hogy a közgazdászok túlértékelik a pénzügyi tényezők gazdasági növekedésben betöltött szerepét.<sup>34</sup> Azonban a Lucas féle sémák mellett megjelent az endogén elméletek másik meghatározó halmaza, melyben a modellek az innovációra, az új termékekre és technológiák épültek.<sup>35</sup> Ez a megközelítés párhuzamba állítható

---

<sup>31</sup> VALENTINY 1995.

<sup>32</sup> ROMER 1986.

<sup>33</sup> VALENTINY 1995.

<sup>34</sup> LUCAS 1988.

<sup>35</sup> ANG 2008.

Schumpeter növekedésről alkotott elképzelésével, ahol a gazdasági növekedés ciklikus, és a ciklusok fordulópontját a különböző innovációk hozzák létre.

Ezek közül az egyik talán legismertebb elméleti modell Pagano (1993) nevéhez köthető. Ebben a pénzügyi rendszer fejlettsége közvetlen hatással van arra, hogy a megtakarítások mekkora hányada válik beruházásokká. Úgy is lehet fogalmazni, hogy a beruházás és megtakarítás, korábban a neoklasszikusoknál alapvetőnek számító ekvivalenciája csak akkor áll fent, ha a pénzügyi rendszer tökéletesen működik. Tehát, a pénzügyi rendszer közvetlenül képes hatni a beruházások abszolút mértékére és a tőke határtermelékenységére.<sup>36</sup> Azonban ezt a modellt több szempontból is jelentős kritikák érték. Egyrészt, hogy kizárólag zárt gazdaságokban működik jól, ahol a beruházások jelentős része nem valósulhat meg külföldi forrásokból, másrészt, hogy csak a közvetett tőkeáramlás hatékonyságát képes reprezentálni, figyelmen kívül hagyva a pénzügyi rendszer egyéb összetevőit, mint például a tőkepiacot.<sup>37</sup>

Fontos megemlíteni Bencivenga és Smith (1991) növekedési modelljét is, akik a pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés stabilitása közötti kapcsolatra hívták fel a figyelmet. Elméletük endogén alapokon nyugszik, melyben Paganohoz hasonlóan oly módon vizsgálják a pénzügyi közvetítés fejlettségét, hogy az a megtakarításokon keresztül hat a beruházások mértékére. De ezen kívül foglalkoznak a diverzifikáció jelentőségével, amit a gazdaságban szereplő likvid és illikvid tőke arányának modellbe építésével valósítanak meg. A szerzők lényegében abból indulnak ki, hogy egy fejlettebb pénzügyi rendszerben a befektetők diverzifikáltabb portfóliókat hozhatnak létre, ezáltal hatékonyabban tudják a pénzügyi eszközök lejárátát összehangolni. Ez csökkenti a likviditási kockázatot, ami ösztönzi a hosszabb távú beruházások megvalósulását és ezen keresztül hozzájárul a gazdasági növekedéshez.<sup>38</sup>

Olyan endogén modellek is napvilágot láttak, melyek szorosan nem kötődnek a pénzügyi közvetítőrendszer és a klasszikus értelemben vett gazdasági növekedés kapcsolatához. A szakirodalmak nem határolják el élesen ezeket a modelleket, véleményem szerint azonban érdemes őket külön kezelni. Az általam csak *externália elméleteknek* nevezett modellek a pénzügyi közvetítés és a modern értelemben vett fejlettségi indikátorok között fennálló kapcsolatokat vizsgálják. Ide sorolható például Greenwood és Jovanovic (1990) munkája, akik a pénzügyi rendszer fejlettsége és a jövedelemegyenlőtlenség közötti kapcsolat vizsgálták,<sup>39</sup> vagy Fung és Lau (2013), akik a fejlettebb közvetítőrendszer kutatási és fejlesztési projektberuházásokhoz történő hozzájárulását igazolták.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> PAGANO 1993.

<sup>37</sup> ANG 2008.

<sup>38</sup> BENCIVENGA – SMITH 1991.

<sup>39</sup> GREENWOOD – JOVANOVIC 1990.

<sup>40</sup> FUNG – LAU 2013.

Később, az ezredforduló környékén új hulláma jelent meg az új-strukturalistáknak, amikor az endogén növekedésemléletekhez hasonlóan ők is az országok növekedési ütemei között fennálló különbségekre keresték a választ. Ezt az új szemléletmódot akár második generációs új-strukturalizmusnak is lehet nevezni, melynek elméleti keretét leginkább Lin (2012) *New Structural Economics – A Framework for Rethinking Development* könyve foglalja össze a legátfogóbban.

Az ezredfordulót megelőző évtizedekben több országnak is (főleg ázsiai országoknak, mint Szingapúrnak vagy Malajziának) sikerült jelentős gazdasági növekedést elérnie mezőgazdasági és hagyományos ipari szektorának a fejlesztésével, míg más országok fejlődése, ahol szintén ezek a szektorok domináltak, jelentős mértékben lemaradt. Erre azonban az endogén növekedésemélet sem adott kielégítő választ, hiszen az e szektorok mögött álló technológiai színvonal rendkívül alacsony volt. Az új-strukturalisták válasza mindezt az, hogy nincsenek olyan általános, időtől független, univerzális tényezők, melyek minden országban meghatároznák a gazdaság növekedési ütemét. A gazdasági környezetek rendkívül heterogének lehetnek, ezért a különböző tényezők reálgazdaságra gyakorolt hatásai országonként eltérhetnek. Tehát, a növekedési elméletük nem egy lineáris, időtől és tértől független, határháson elméletekre épülő folyamat, ahol a gazdasági növekedés az eredményváltozó, a tőke, a munkaerő, a technológia vagy éppen a pénzügyi rendszer pedig egyszerű magyarázóváltozók. Hanem olyan modellek összessége, ahol a különböző tényezők egy komplex rendszert alkotnak, hatással vannak egymásra és akár a gazdaság fejlődése is visszahathat az egyes változókra. Ezzel egyébként a gyakorlatban már régóta tisztában voltak a szakemberek. Egyszerű példaként lehet felhozni, hogy egy-egy gazdasági reformról is tudták, hogy azt egyéb, sokszor más területekre vonatkozó reformokkal párhuzamosan lehet csak sikeresen végrehajtani. De a korábbi elméletek képtelenek voltak matematikailag kezelni a változók közötti függőségeket és a rendkívül komplex, dinamikus változó rendszereket. A neoklasszikusok védelmében pedig meg kell jegyezni, hogy a matematika és az informatika elmúlt évtizedekben tapasztalt dinamikus fejlődésének köszönhetően nyílt csak lehetőség arra, hogy ezeket a problémákat valóban kezelni is lehessen. Az új-strukturalisták a technológia fejlődésének köszönhetően tehát képesek voltak egy komplexebb növekedési elmélet felállítására, ahol alapvetően hat környezeti tényező befolyásolhatja a gazdasági növekedést. Ezek a fiskális politika, a monetáris politika, a külföldi tőke dominanciája, a gazdasági nyitottság, a humán tőke fejlettségi szintje, illetve a pénzügyi közvetítés fejlettsége és annak struktúrája.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> LIN 2012.

## *Néhány neoklasszikus megoldás*

A teljesség kedvéért meg kell említeni, hogy habár ezeknek az újabb növekedési elméleteknek szerves részét képezik a pénzügyi rendszer sajátosságai, vannak, akik a neoklasszikus elméletekbe is megkísérelték a pénzügyek fejlettségét, illetve annak struktúráját beépíteni. Ennek talán első képviselői Diamond és Dybvig (1983) voltak, akik már Bencivenga és Smith előtt összefüggést állapítottak meg a pénzügyi rendszer monitoring és diverzifikációs funkciójának színvonala, illetve gazdaság növekedése között. Véleményük szerint a bankok egyfajta ügynöki szerepet töltenek be a gazdaságban, ami a megtakarítók megbízásából, megfigyelőként, megfigyelési díj ellenében folyamatosan elemzi és ellenőrzi a vállalatok tevékenységét. Éppen ezért ha egy bank kellően sok befektetést finanszíroz, tehát diverzifikált portfólióval rendelkezik, akkor az csökkenti a hitel vissza nem fizetésekből fakadó költségeket.<sup>42</sup> De ide sorolható Boyd és (a korábban már többször említett) Smith (1998) munkája is, akik a pénzügyi struktúra növekedésre gyakorolt hatását foglalták neoklasszikus növekedési elmélet keretei közé. Náluk azonban nem a két intézmény relatív méretén, hanem azok aktivitásán volt a hangsúly. Konklúziójuk, hogy alacsony tőkepiaci aktivitás mellett a hitelek kamatlába radikálisan megnő, ami mérsékli a beruházásokat, ezen keresztül pedig akadályozza a gazdaság növekedését.<sup>43</sup>

## **Összefoglalás**

A pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolata már közel másfél évszázada foglalkoztatja a közgazdászokat. A témához kötődő gondolatok fejlődését négy szakaszra lehet bontani.

A klasszikus közgazdaságtan nem tulajdonított jelentősebb szerepet a pénzügyi rendszernek, hiszen a növekedésméletek túlnyomó többségében úgy gondolták, hogy a piacok tökéletesen működnek, ezért közvetítő intézményekre nincs is szükség. Bagehot azonban gyakorlati szemszögből hívta fel a figyelmet a hitelezési aktivitás gazdasági növekedésre gyakorolt pozitív hatására. Később Schumpeter, aki a gazdasági ciklusok fordulópontját a különböző innovációk létrejöttéhez kötötte, érvelt a bankrendszer mérete és a gazdasági növekedés között fennálló pozitív kapcsolat mellett. Úgy gondolta a bankok feladata, hogy a társadalom megbízásából kiválasszák azoknak a vállalatokat, melyek képesek innovációk megvalósítására.

Azonban mielőtt az ehhez hasonló elméletek szélesebb támogatóbázisra találtak volna a gazdasági világválságot követő keynesi növekedésmélettel előtérbe került az állami szabályozásra épülő gazdaságpolitika, mely a pénzügyi rendszer működését is jelentős mértékben bekorlátozta. Később, a II. világháborút követően pedig kibontakozott a pénzügyi represszió, melyben a tőkeáramlások korlátozásának és az kamatlábak leszorításának köszönhetően a

---

<sup>42</sup> DIAMOND – DYBVIG 1983.

<sup>43</sup> BOYD – SMITH 1998.

pénzügyi közvetítők elsődleges szerepe az államadósság csökkentésére irányult. Ezt a gazdaságpolitikát gazdaságtörténeti és elméleti szempontból is jelentős kritikák érték, mivel néhány fejlődő országban ugyan jól működött, a legtöbb fejlődő országban csak csökkentette a megtakarításokat és finanszírozási szempontból dualizálta gazdaságot.

Ennek ellenére az 1973-as olajválságig várni kellett arra, hogy McKinnon és Shaw pénzügyi liberalizációs hipotézise megváltoztassa a főáramú elméletek nézeteit és megnyissa az utat a neoklasszikus növekedésmélet előtt. Innentől kezdve a pénzügyi rendszer liberalizációja a legtöbb közgazdász számára a gazdasági növekedés egyik elengedhetetlen alappillérvé vált. Ennek a radikális irányváltásnak a veszélyeire elméleti alapon egyrészt Minsky, Stiglitz, Demetriades vagy Calvo és Mendoza is felhívták a figyelmet. Másrészt a harmadik generációs válságok és a posztzocialista országokban jelentkező tranzíciós válságok is rámutattak arra, hogy bizonyos országokban a rövid időn belül lezajló liberalizáció leginkább csak fokozza egy gazdaság mélyebben gyökerező strukturális problémáit. A válságok ellenére az alternatív növekedésméletek megjelenését leginkább az empirikus tapasztalatok és a neoklasszikus elméletek összeegyeztethetlensége, a neoklasszikusok konvergencia hipotézisének bukása idézte elő.

Erre próbált megoldást találni az endogén és az új-strukturalista növekedésmélet. Ezekben a modellekben a pénzügyi rendszer már közvetlen szerepet játszik a gazdasági növekedésben, ellentétben a keynesi és neoklasszikus elméletekkel, ahol a hangsúly elsősorban a szabályozás mértékén volt. Az endogén elméletekben a pénzügyi rendszer a technológián keresztül képes hatni a növekedésre. Ennek egyik legismertebb alakja Pagano, aki szerint minél fejlettebb a pénzügyi rendszer annál nagyobb hányadban valósulnak meg a megtakarításokból beruházások. Illetve ide tartozik Bencivenga és Smith, akik a pénzügyi közvetítőrendszer aktivitása és növekedés stabilitása közötti összefüggésre hívták fel a figyelmet. Az új-strukturalistáknál ezzel ellentétben a pénzügyi rendszer egy komplex rendszer részeként, egy olyan környezeti tényező szerepét tölti be, mely nagymértékben meghatározza, hogy a dinamikus növekedéshez milyen gazdaságpolitikai lépésekre van szükség.

Összességében elmondható, hogy a pénzügyek gazdasági növekedéshez való hozzájárulásával kapcsolatos gondolatok egyfajta fejlődésen mentek keresztül az elmúlt, közel 150 évben (*1. táblázat*). Szerepük egyre inkább felértékelődött, amit az empirikus tapasztalatok is több ízben alátámasztottak. Kérdés, hogy napjainkban, a 2007–2008-as pénzügyi válságot követően milyen szerepet tulajdonítanak a pénzügyi rendszereknek, hiszen sokak szerint a mennyiségi lazításokban, a globálisan alacsony kamatlábakban és a szigorodó szabályozásokban újból a pénzügyi represszió visszatérésének jeleit lehet felfedezni.



| Korszak              | Elmélet   | Kiemelt képviselő       | A pénzügyi rendszer és a gazdasági növekedés kapcsolata   |
|----------------------|---|-------------------------|---|
| 1871–1936            | Neoklasszikus közgazdaságtan                            | Bagehot (1873)          | A fejlettebb pénzügyi rendszer az aktívabb hitelezésen keresztül hat a gazdaság növekedéséhez   |
|                      |   | Schumpeter (1912)       | A gazdasági fejlődést az innovációk generálják. A bankrendszer pedig közvetlenül hozzájárul az innovációk létrejöttéhez.  |
| 1936–1973            | Keynesi növekedésmélelet                                | Keynes (1936)           | Megfelelő adópolitikával, irányított hitelezéssel és alacsony kamatkörnyezet segítségével élénkíthető a gazdaság. A pénzügyi rendszer a kormány gazdasági intervencióinak egyik eszköze.  |
|                      | Neoklasszikus növekedésmélelet                          | Robinson (1952)         | Fordított hatásmechanizmus: a gazdaság fejlődése az elsődleges folyamat, csak ezt követi a pénzügyi rendszer fejlődése.   |
| 1973–                | Pénzügyi liberalizációs (neoklasszikus) elmélet         | McKinnon és Shaw (1973) | Egy liberalizált pénzügyi rendszerben a magasabb kamatlábakon keresztül hatékonyabb tőkeáramlás valósul meg, ami hozzájárul a gazdaság növekedéséhez.   |
| 1986–                | Endogén növekedésmélelet                                | Pagano (1993)           | A növekedést elsősorban a technológia határozza meg, melyre közvetlen módon hatással van a pénzügyi közvetítőrendszer is. Minél fejlettebb a pénzügyi rendszer, a megtakarítások annál nagyobb hányadából valósulnak meg produktív beruházások. |
| ≈2000– <sup>44</sup> | (Második generációs) Új-<br>strukturalista megközelítés | Lin (2012)              | Országonként eltérő, hogy mely tényezők, milyen hatással van a gazdaság növekedésére. Ezt elsősorban a gazdasági környezet határozza meg, melyet nagymértékben befolyásol a pénzügyi rendszer fejlettsége és annak struktúrája egyaránt.        |

**1. táblázat: A pénzügyek gazdasági növekedéshez való hozzájárulásával kapcsolatos elméletek változásai**

<sup>44</sup> Lin nagyjából az ezredforduló környékére helyezi az elmélet kialakulását (LIN 2012).

## Irodalom

- ANG 2008 = Ang, J. B.: A Survey of Recent Developments in The Literature of Finance and Growth. *Journal of Economic Surveys* 22:3 (2008) 536–576.
- BAGEHOT 1873 = Bagehot, W.: *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Connecticut–Westport: Hyperion Press, 1873.
- BENCIVENGA – SMITH 1991 = Bencivenga, V. R. – Smith, B. D.: Financial Intermediation and Endogeneous Growth. *Review of Economic Studies* 58:2 (1991) 195–209.
- BERNÁT 1882 = Bernát, I.: *Lombard-Street: Az Angol Pénzpiac Leírása, Bagehot Waltertől*. Budapest : Weiszmann Testvérek Könyvnyomdája, 1882.
- BODMAN 1995 = Bodman, P. M.: National Savings and Domestic Investment in the Long Term: Some Time Series Evidence from the Oecd. *International Economic Journal* 9:” (1995) 37–60.
- BOYD – SMITH 1998 = Boyd, J. H. – Smith, B. D.: The Evolution of Debt and Equity Market sin Economic Development. *Economic Theory* 12:3 (1998) 519–560.
- BUFFIE 1984 = Buffie, E. F.: Financial Repression, The New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies. *Journal of Development Economics* 14:3 (1984) 305–322.
- DEMETRIADES – HUSSEIN 1996 = Demetriades, P. O. – Hussein, K. A.: Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics* 51:2 (1996) 387–411.
- DIAMOND – DYBVIG 1983 = Diamond, D. W. – Dybvig P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy* 91:3 (1983) 401–419.
- DIAZ-ALEJANDRO 1985 = Diaz-Alejandro, C.: Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics* 19:1–2 (1985) 1–24.
- FUNG – LAU 2013 = Fung, K. W. T. – Lau, C. K. M.: Financial Development, Economic Growth and R&D Cyclical Movement. *Journal of Applied Economics and Business Research* 3:3 (2013) 133–145.
- GEMECH – STRUTHERS 2003 = Gemech, F. – Struthers, J.: The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory. *Paper for the Development Studies Association (DSA) Annual Conference on Globalisation and Development*. Glasgow 2003.

- GIOVANINNI – MELO 1993 = Giovaninni, A. – de Melo, M.: Government Revenue from Financial Repression. *The American Economic Review* 83:4 (1993) 953–963.
- GOLDSMITH 1969 = Goldsmith, R. W.: *Financial Structure and Development*. New Haven : Yale University Press, 1969.
- GREENWOOD – JOVANOVIC 1990 = Greenwood, J. – Jovanovic, B.: Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy* 98:5 (1990) 1076–1107.
- HICKS 1969 = Hicks, R. J.: *A Theory of Economic History*. New York : Oxford University Press, 1969.
- HORVÁTH – SZINI 2015 = Horváth, D. – Szini, R.: A kockázatkerülési csapda – Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi és makrogazdasági következményei. *Hitelintézeti Szemle* 14:1 (2015) 111–138.
- ISÉPY 2007 = Isépy, T.: Pénzügyi Struktúra és gazdasági növekedés. *Társadalom és Gazdaság* 29 (2007) 241–260.
- KEYNES 1936 = Keynes J. M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Cambridge : Cambridge University Press, 1936.
- LA PORTA et al. 1998 = La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. W.: Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106:6 (1998) 1113–1155.
- LEVINE 1997 = Levine, R.: Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35:2 (1997) 688–726.
- LIGETI 2002 = Ligeti, Zs.: *Gazdasági Növekedés és Felzárkózás*. PhD értekezés. Budapest : Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 2002.
- LIN 2012 = Lin, J. Y.: *New Structural Economics – A Framework for Rethinking Development and Policy*. Washington D. C. : The World Bank, 2012.
- LUCAS 1988 = Lucas, R. E.: On The Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics* 22:1 (1988) 3–42.
- MERTON 1995 = Merton, R. C.: A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management* 24:2 (1995) 23–41.
- MINSKY 1978 = Minsky, H. P.: The Financial Instability Hypothesis: A Restatement. *Thames Papers in Political Economy* 1978:3 (1978) 1–25.
- NÉMETH 2017 = Németh, A. O.: A növekedésmélet fejlődéstörténete I. – A kezdetektől a Solow-modellig. *Köz-Gazdaság* 12:2 (2017) 269–285.

- OSTRY – REINHART 1992 = Ostry J. D. – Reinhart, C. M.: Private Saving and Terms of Trade Shocks: Evidence from Developing Countries. *IMF Staff Papers* 39:3 (1992) 495–517.
- PAGANO 1993 = Pagano, M.: Financial markets and growth – An overview. *European Economic Review* 37:2–3 (1993) 613–622.
- REINHART – ROGOFF 2011 = Reinhart, C. M. – Rogoff, K. S.: *A Decade of Debt*. [NBER Working Paper Series - Working Paper 16827] Cambridge : National Bureau of Economics Research, 2011.
- ROBINSON 1952 = Robinson, J.: *The Rate of Interest and Other Essays*. London : Macmillan, 1952.
- ROMER 1986 = Romer, P. M.: Increasing Return and Long Run Growth. *Journal of Political Economy* 94:5 (1986) 1002–1037.
- SCHUMPETER 1980 = Schumpeter, J. A.: *A gazdasági fejlődés elmélete : vizsgálódás a vállalkozói profitról, a tőkéről, a hitelről, a kamatról és a konjunkturaciklusról*. Budapest : Közgazdasági és Jogi Kiadó, 1980.
- SHAN ET AL. 2001 = Shan Z. J. – Morris, A. G. – Sun, F.: Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem? *Review of International Economics* 9:3 (2001) 443–454.
- SHAW 1973 = Shaw, E. S.: *Financial Deepening in Economic Development*. New York : Oxford University Press, 1973.
- STIGLITZ 1985 = Stiglitz, J. E.: Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking* 17:2 (1985) 133–152.
- TSE 2001 = Tse, J.: Minsky's Financial Instability Hypothesis. *Oeconomics* 4 (2001) 77–80.
- VALENTINY 1995 = Valentiny, Á.: Endogén növekedésemélet. *Közgazdasági Szemle* XLII:6 (1995) 582–594.

## **Reflections on the relationship of financial system and economic growth**

TAMÁS ATTILA RÁCZ

This study focuses on the relationship between financial development and economic growth. Although numerous empirical studies have been published in the past decades that focus on testing the role of financial development in stimulating economic growth, but most of them are based on theories that appeared in the 1990s. In this paper I try to summarize the theories of the dynamics of these two variables and highlight the most important thoughts from the beginning to the present. It will be seen that economists have been dealing with this topic for nearly 150 years, and according to the dominant growth theories and the actual economic policies they had different opinions regarding the importance of the financial system for economic growth. As the world has changed, and the global market became more and more complex, the role of the financial system turned into more and more determining for the economic growth.